

报告日期：2023年3月9日

分析师

蒋飞 0755-83537175

Email:jiangfei@cgws.com

执业证书编号:S1070521080001

李相龙 0755-23820694

Email:lxlong@cgws.com

执业证书编号:S1070522040001

联系人(研究助理):

仝焱炜 0086-13680337457

Email:tongyaowei@cgws.com

从业证书编号:S1070122040023

联系人(研究助理):

贺昕煜 0086-13021212875

Email:hexinyu@cgws.com

从业证书编号:S1070122050027

相关报告

《通缩趋势仍在延续》2023-1-12

《警惕通缩风险，经济修复仍待观察》

2022-12-10

《PPI 同比负增，企业去库仍将继续》

2022-11-09

《PPI 同比或将进入通缩区间》2022-10-14

《核心价格仍偏弱，需求修复待加速》

2022-09-09

《轻数据，重结构，核心通胀持续下行》

2022-08-10

《大宗商品快速下跌，PPI 同比降速也将加快》2022-07-09

通缩未走，通胀未至

——2月份通胀数据点评

结论

2月PPI同比降幅明显扩大，符合前期判断，我们认为今年PPI通缩压力仍在。同时1-2月核心CPI均值小幅升至0.8%，显示内需修复不全面。综合来看，我国经济仍处于从通缩中复苏的过程，需求复苏的力度较弱，结构不均衡，外需较冷，投资较热，我们认为仍然要在抗击通缩上加大政策力度。

数据

2月份CPI同比1%，前值2.1%；环比-0.5%，前值0.8%；核心CPI同比上涨0.6%，前值1%。PPI同比-1.4%，前值-0.8%，环比0%，前值-0.4%。

要点

2月春节错位，CPI食品与非食品环比节后均大幅回落，同比涨幅低于市场预期。1-2月平均值可能更有代表性。我们关注的核心CPI-2月平均0.8%，比去年末提高0.1个百分点，表明内需修复但不够全面。另外值得关注的是CPI居住分项。2月份CPI居住环比从上月的0%升至0.1%，同比降幅维持在-0.1%，对CPI的拉动维持在负值，2月房价环比回升的城市可能进一步增加。2月份节后复工，CPI房租环比、同比均继续好转。房租同比与青年失业率整体具有一定同步关系。今年大学生毕业人数可能上升，政府工作报告将城镇新增就业人数也有明显上调，可以看出稳就业在今年的重要性明显更突出。后续仍要持续关注房租价格指数，确认青年就业回暖节奏。

2月PPI环比持平，同比降幅进一步扩大，符合我们前期预判。分行业看，黑色、有色价格环比均扩大，计算机和其他电子设备制造业、农副食品加工业、纺织业价格环比降幅均收窄。统计局公布的30个行业中价格环比下滑的行业有14个，比1月份减少4个。对于后续PPI，我们主要锚定国际大宗商品价格，今年1月以来国际油价大致稳定在84美元/桶的水平，同比去年明显较低；今年以来，CRB现货指数仍在单边下行区间，未来几个月仍需警惕PPI同比进一步负增的可能。

风险提示：国际大宗商品价格大幅波动、美联储货币政策意外收紧、经济数据不及预期、信用事件集中爆发。

目录

1. 春节错位，CPI 同比涨幅回落	4
2. PPI 同比降幅进一步扩大.....	7
3. 风险提示	8

图表目录

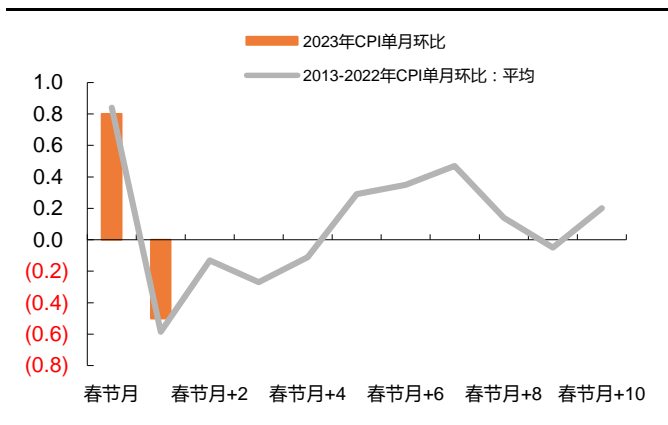
图 1: 2 月 CPI 环比与往年春节次月对比.....	4
图 2: 2 月核心通胀出现回落.....	4
图 3: 食品 CPI 环比拉动细项	4
图 4: 3 月初猪粮比价初步回稳.....	4
图 5: 非食品 CPI 细项拉动	5
图 6: 2 月核心 CPI 回落	5
图 7: 青年失业率与 CPI 房租	6
图 8: CPI 居住和短期利率	6
图 9: PPI 生产资料和生活资料.....	7
图 10: 上游金属相关行业价格环比回升.....	7
图 11: PPI 生活资料 and CPI 非食品	7
图 12: CRB 预示短期内 PPI 同比仍有下降压力	8
图 13: 本轮去库周期仍未见底.....	8
表 1: 1 月份 38 城市中已有 17 个新房价格环比回升.....	6

1. 春节错位，CPI 同比涨幅回落

2 月份，CPI 同比涨幅下落 1.1 个百分点至 1%，低于市场预期的 1.9%。CPI 环比-0.5%，按照春节所在月份对齐，略高于过去十年均值（-0.6%）。

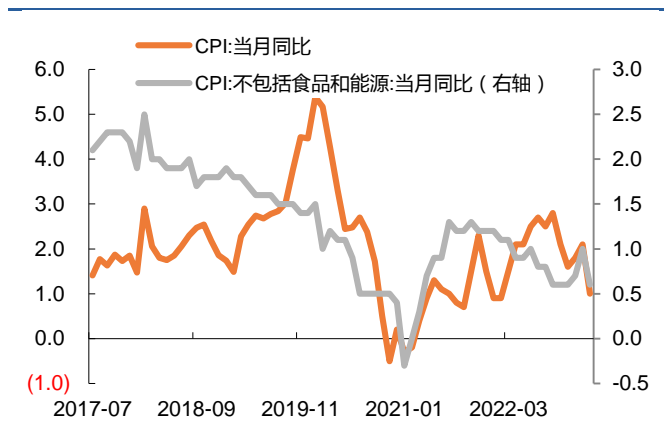
分食品和非食品看：2 月份 CPI 中，食品权重约 18%，同比涨幅大幅回落 3.6 个百分点至 2.6%，对 CPI 的拉动大幅降低到 0.5 个百分点，远低于我们前期预测；核心通胀涨幅也重新回落 0.4 个百分点至 0.6%，整体非食品价格同比 0.6%，涨幅比 1 月回落 0.6 个百分点。我们进一步观察食品和非食品细项对 CPI 的拉动。

图 1: 2 月 CPI 环比与往年春节次月对比



资料来源: IFIND,WIND, 长城证券研究院

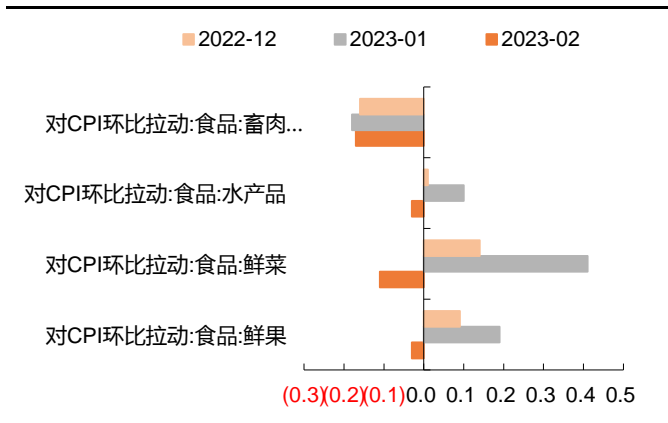
图 2: 2 月核心通胀出现回落



资料来源: IFIND,WIND, 长城证券研究院

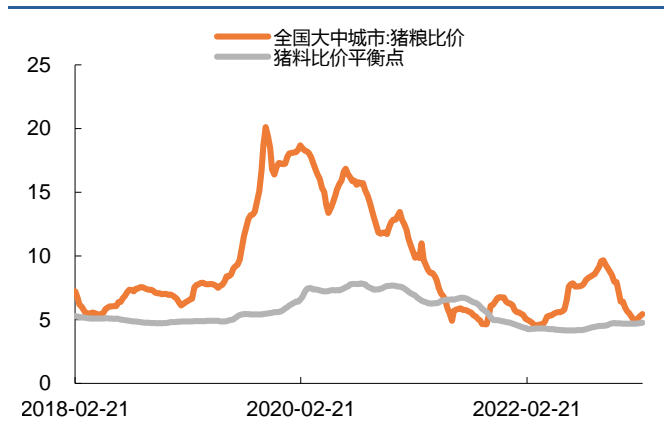
CPI 食品方面，节后消费需求回落，叠加天气转暖供给充足，猪肉、鲜菜、水果等价格均有所下降，食品价格环比由 1 月的+2.8%转为-2.0%。统计局数据显示，猪肉和鲜菜价格分别环比-11.4%和-4.4%，合计影响 CPI 下降约 0.28 个百分点，占 CPI 总降幅五成多。2 月份猪肉价格同比+3.9%，涨幅进一步回落 7.9 个百分点，进入 3 月份，猪肉价格初步回稳，前期猪肉过快下滑的趋势初步得到遏制，猪粮比价也有所回升。往后看，随着中央猪肉收储启动，市场主体信心有所恢复，猪肉价格继续下降的压力可能暂缓，猪价同比可能在较低位置震荡。

图 3: 食品 CPI 环比拉动细项



资料来源: IFIND,WIND, 长城证券研究院

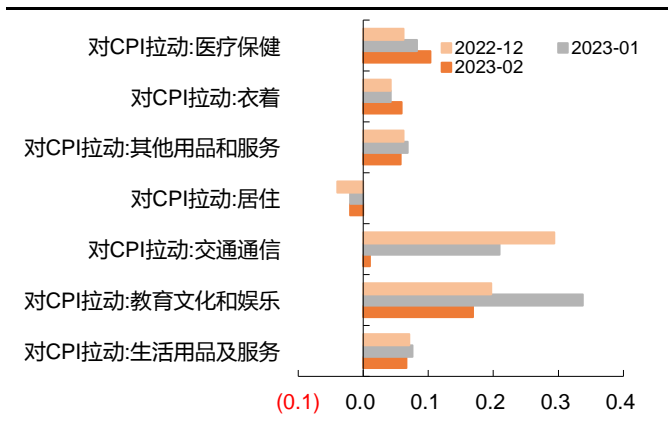
图 4: 3 月初猪粮比价初步回稳



资料来源: IFIND,WIND, 长城证券研究院

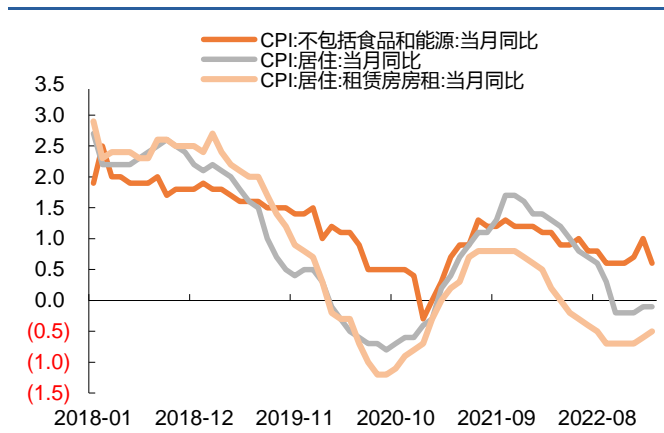
CPI 非食品方面，节后出行、娱乐活动减少，非食品价格环比由 1 月的+0.3%转为 2 月的-0.2%。统计局指出，大部分服务价格节后出现季节性回落，其中机票、交通工具租赁费和旅游价格环比分别为-12.0%、-9.5%和-6.5%，电影及演出票、美发、家庭服务、宠物服务等价格降幅在-1.7%至-5.6%之间。对应服务类 CPI 各细项同比涨幅也明显收窄。能源价格同比+0.6%，涨幅比 1 月回落 2.4 个百分点，其中汽油和柴油价格同比涨幅分别回落 5.1 和 5.6 个百分点至 0.4%和 0.3%。2 月核心 CPI 同比回落 0.4 个百分点至 0.6%，1-2 月平均为+0.8%，涨幅比去年 12 月略高 0.1 个百分点。这与 PMI 内需、1-2 月进口等折射的仍然是同一个问题：国内需求修复仍不全面。国内消费仍以线下、场景复苏为主，大宗消费比如汽车销量增长乏力。1-2 月份乘联会统计乘用车销量合计同比-19.7%，30 大中城市地产销售绝对量仍在低位，同比也仅为-13%。

图 5: 非食品 CPI 细项拉动



资料来源: IFIND, WIND, 长城证券研究院

图 6: 2 月核心 CPI 回落



资料来源: IFIND, WIND, 长城证券研究院

另外值得关注的是 CPI 居住分项。2 月份 CPI 居住环比从上月的 0% 升至 0.1%，同比降幅维持在-0.1%，对 CPI 的拉动维持在负值。根据我们统计，今年 1 月份房地产首套住房贷款利率政策动态调整机制建立以来，符合条件（截至 11 月新建商品住宅销售价格环比和同比连续 3 个月均下降）的 38 个城市中有 17 个已经出现价格环比回升，或表明降利率政策一定程度有助于房市价格企稳。2 月房价环比回升的城市可能进一步增加。

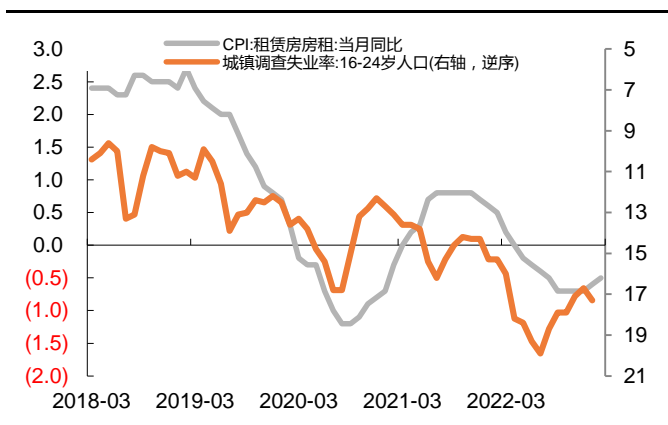
表 1: 1 月份 38 城市中已有 17 个新房价格环比回升

城市	同比趋势	环比趋势	新建商品住宅销售价格指数同比变动 (%)					新建商品住宅销售价格指数环比变动 (%)				
			2022-09	2022-10	2022-11	2022-12	2023-01	2022-09	2022-10	2022-11	2022-12	2023-01
天津			-4.30	-4.10	-4.00	-4.00	-3.00	-0.20	-0.30	-0.60	-0.70	0.30
石家庄			-4.40	-4.10	-3.20	-2.90	-2.40	-0.30	-0.70	-0.20	-0.60	0.10
太原			-4.50	-4.70	-4.90	-4.60	-4.40	-0.60	-0.40	-0.70	-0.60	0.20
沈阳			-4.50	-4.80	-5.10	-5.20	-5.00	-0.30	-0.60	-0.70	-0.60	-0.40
大连			-3.70	-4.60	-4.90	-4.90	-4.80	-0.50	-1.20	-0.50	-0.40	-0.10
长春			-2.30	-3.10	-3.50	-4.30	-5.00	-0.70	-0.70	-0.80	-1.10	-0.50
哈尔滨			-7.50	-7.80	-8.00	-7.60	-7.00	-0.80	-0.60	-0.90	-0.40	-0.40
福州			-1.80	-2.10	-2.00	-2.30	-2.50	-0.70	-0.50	-0.30	-0.20	0.20
厦门			-3.00	-3.90	-3.60	-3.90	-3.90	-0.30	-0.70	-0.20	-0.10	-0.30
郑州			-3.80	-3.80	-3.60	-3.40	-3.00	-0.30	-0.50	-0.40	-0.60	0.20
武汉			-6.10	-6.40	-5.80	-5.60	-5.70	-0.90	-0.60	-0.20	-0.10	0.20
南宁			-2.50	-3.00	-3.50	-3.40	-4.00	-0.60	-1.00	-0.60	-0.20	-0.10
兰州			-5.50	-5.80	-5.50	-5.60	-5.60	-0.90	-0.40	-0.10	-0.50	-0.10
唐山			-1.40	-0.80	-1.30	-2.10	-2.60	-0.40	-0.20	-0.70	-0.60	0.10
秦皇岛			-6.50	-6.40	-6.30	-5.90	-5.60	-0.70	-0.70	-0.30	-0.50	-0.30
丹东			-4.80	-5.00	-4.90	-4.80	-4.00	-0.50	-0.10	-0.10	-0.20	0.10
锦州			-2.40	-3.60	-3.30	-3.50	-3.80	-0.30	-0.90	-0.20	-0.40	-0.50
吉林			-3.20	-3.20	-3.30	-3.80	-4.60	-0.60	-0.30	-0.50	-0.50	-0.80
牡丹江			-2.30	-2.90	-3.30	-3.20	-3.00	-0.10	-1.10	-1.00	-0.50	-0.20
无锡			-0.40	-1.20	-1.20	-0.30	-0.90	-0.40	-0.80	-0.30	0.40	-0.30
徐州			-0.50	-0.80	-1.10	-1.00	-1.60	-0.10	-0.50	-0.50	-0.30	0.20
扬州			-4.40	-4.40	-3.90	-3.30	-2.40	-0.50	-0.40	-0.20	0.60	0.40
温州			-4.40	-5.10	-5.80	-6.30	-7.90	-0.90	-0.70	-0.80	-0.20	-1.00
金华			-1.30	-1.70	-1.90	-2.10	-2.40	-0.60	-0.60	-0.50	-0.30	-0.20
蚌埠			-2.60	-2.50	-2.80	-2.70	-2.30	-0.20	-0.10	-0.60	-0.10	0.40
九江			-3.10	-3.20	-3.10	-2.50	-1.70	-0.10	-0.40	-0.30	0.20	0.20
济宁			-3.70	-4.20	-4.90	-4.70	-4.40	-0.10	-0.60	-1.10	-0.30	-0.20
洛阳			-4.00	-4.80	-5.00	-4.80	-5.00	-0.40	-0.70	-0.40	-0.50	-0.50
平顶山			-2.40	-3.00	-2.90	-2.60	-3.00	-0.20	-0.30	-0.20	0.20	-0.60
宜昌			-4.50	-5.10	-5.10	-5.00	-5.20	-0.70	-0.90	-0.20	-0.20	-0.50
襄阳			-5.50	-5.40	-5.30	-4.40	-4.00	-0.20	-0.10	-0.50	-0.10	-0.30
岳阳			-7.30	-7.40	-8.00	-8.20	-8.10	-0.70	-0.80	-0.40	-0.60	0.10
常德			-5.70	-5.60	-5.70	-5.70	-5.60	-0.40	-0.50	-0.30	-0.40	-0.50
韶关			-3.70	-3.00	-3.50	-3.50	-2.60	-0.40	-0.30	-0.70	-0.60	0.20
湛江			-8.80	-8.70	-8.80	-8.30	-7.00	-0.90	-0.60	-0.50	-0.50	0.60
惠州			-2.00	-2.10	-2.40	-2.80	-2.90	-0.30	-0.70	-0.20	-0.70	-0.40
桂林			-3.90	-3.50	-3.80	-4.70	-4.50	-0.40	-0.30	-0.80	-0.60	0.10
北海			-10.30	-10.70	-10.60	-10.30	-9.80	-0.60	-0.70	-0.40	-0.40	0.40

资料来源: IFIND, WIND, 长城证券研究院

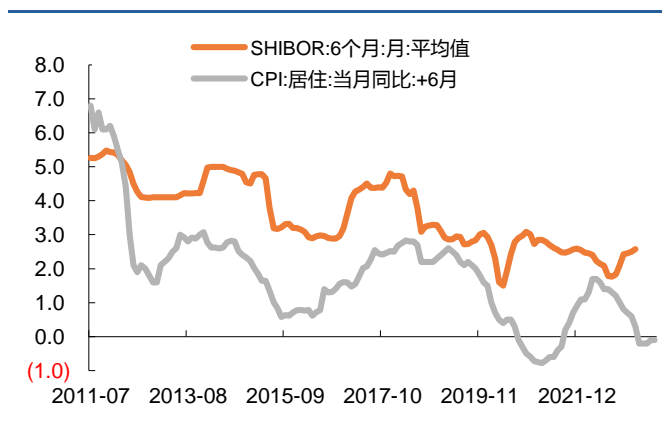
2 月份节后复工, CPI 房租环比季节性回升至+0.3%。同比降幅收窄 0.1 个百分点至-0.5%。房租同比与青年失业率整体具有一定同步关系。今年大学生毕业人数预计上升至 1150 万左右, 比去年增加了近 80 万。对应的, 今年的政府工作报告将城镇新增就业人数从 2021-2022 年的 1100 万人以上调整至 1200 万人左右; 城镇调查失业率目标由 2022 年的 5.50% 以上调整为 5.50% 左右。可以看出稳就业在当年的重要性明显更突出。截至 22 年 12 月, 我国 16-24 岁人口失业率还在 16.7% 的高位, 当前 CPI 房租同比继续好转, 后续仍要持续关注这一指标, 确认青年就业回暖节奏。

图 7: 青年失业率与 CPI 房租



资料来源: IFIND, WIND, 长城证券研究院

图 8: CPI 居住和短期利率



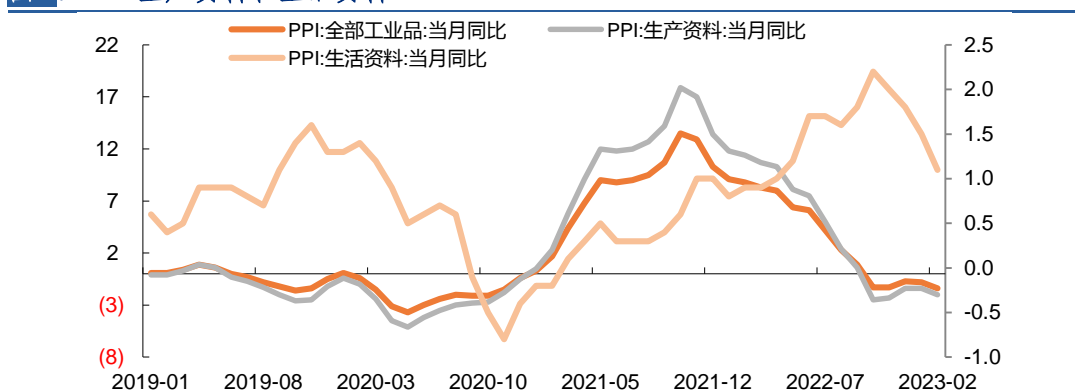
资料来源: IFIND, WIND, 长城证券研究院

整体来说，今年 1-2 月核心 CPI 小幅抬升，指明内需确实在修复。往后看，居民出行等一系列掣肘已去，当前重点城市地铁客运量已超过 2019 年同期水平，内需持续修复可期，核心 CPI 可能继续上升。2023 年的 CPI 目标设定在 3% 左右，连续三年保持不变。2022 年全年 CPI 中枢 2%，我们预期今年 CPI 均值可能也不会超过 2%，为货币政策适度宽松留有空间。

2. PPI 同比降幅进一步扩大

2 月份，PPI 环比 0%，同比降幅扩大 0.6 个百分点至 -1.4%，基本符合我们预期。分结构看，生产资料和生活资料价格差距依然较大：生产资料 PPI 同比降幅扩大 0.6 个百分点至 -2%；生活资料 PPI 同比涨幅继续收窄 0.4 个百分点至 1.1%。

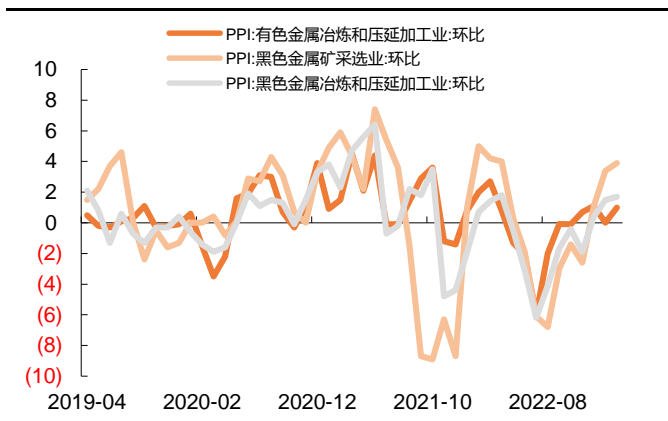
图 9: PPI 生产资料和生活资料



资料来源: IFIND, WIND, 长城证券研究院

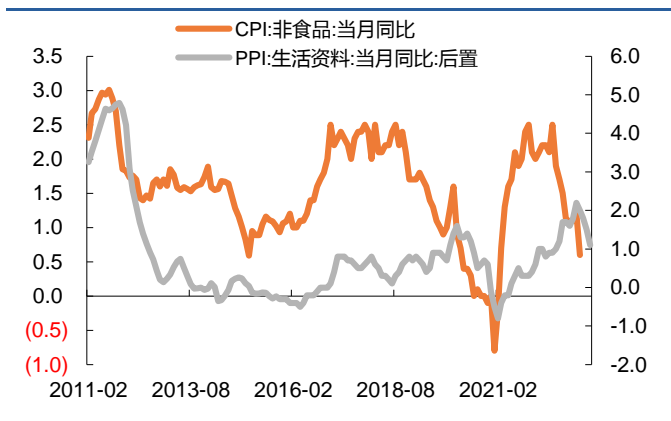
具体来看，PPI 生产资料价格环比由 1 月的 -0.5% 转为 +0.1%。统计局指出，金属相关行业市场预期向好、需求有所恢复，黑色、有色金属冶炼和压延加工业价格环比均扩大，分别升至 +1.7% 和 +1.0%。石油相关行业价格环比由跌转涨，石油和天然气开采业、石油煤炭及其他燃料加工业价格分别 +1.7% 和 +0.6%。另外计算机和其他电子设备制造业、农副食品加工业、纺织业价格环比分别 -1.1%、-0.3% 和 -0.3%，降幅均收窄。而煤炭生产稳定，加之气温回升采暖用煤需求减少，煤炭开采和洗选业价格 -2.2%，降幅比上月扩大 1.7 个百分点。统计局公布的 30 个行业中价格环比下滑的行业有 14 个，比 1 月份减少 4 个；30 个行业中价格同比涨幅回落或降幅扩大的有 17 个，比 1 月份减少 1 个。

图 10: 上游金属相关行业价格环比回升



资料来源: IFIND, WIND, 长城证券研究院

图 11: PPI 生活资料和 CPI 非食品



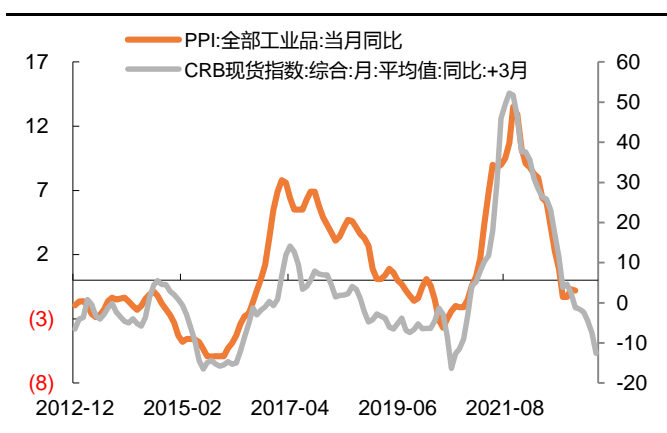
资料来源: IFIND, WIND, 长城证券研究院

PPI生活资料价格环比为-0.3%，跌幅与1月一致。其中食品、衣着、一般日用品、耐用消费品价格均环比负增。生活资料PPI同比+1.1%，**涨幅收窄0.4个百分点，这与CPI非食品同比涨幅回落一致。**

对于后续PPI，我们主要锚定国际大宗商品价格，今年1月以来国际油价大致稳定在84美元/桶的水平，同比去年明显较低；今年以来，CRB现货指数仍在单边下行区间，未来几个月**仍需警惕PPI同比进一步负增的可能**。产成品存货同比已经连续8个月下降，工业企业仍在主动去库存区间，2月PMI库存指数短暂反弹，但回升能否继续还需关注消费的可持续性。若需求持续复苏，工业周期将从被动去库转变为主动补库。

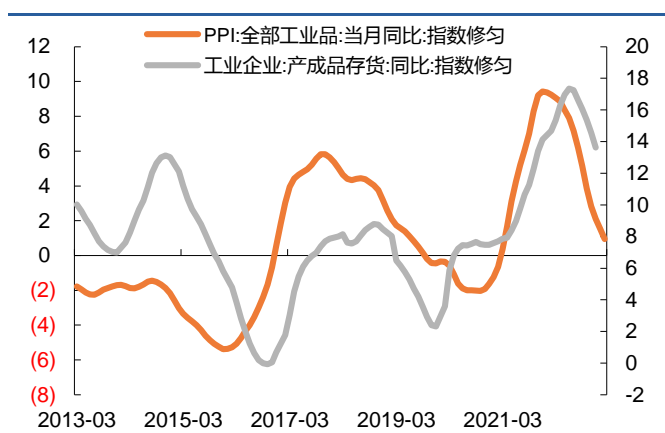
综合来看，我国经济仍处于从通缩中复苏的过程，需求复苏的力度较弱，结构不均衡，外需较冷，投资较热，消费恢复也不全面，**我们认为仍然要在抗击通缩上加大政策力度。**

图 12: CRB 预示短期内 PPI 同比仍有下降压力



资料来源: IFIND,WIND, 长城证券研究院

图 13: 本轮去库周期仍未见底



资料来源: IFIND,WIND, 长城证券研究院

3. 风险提示

国际大宗商品价格大幅波动、美联储货币政策意外收紧、经济数据不及预期、信用事件集中爆发。

研究员承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于 2017 年 7 月 1 日起正式实施。因本研究报告涉及股票相关内容，仅面向长城证券客户中的专业投资者及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

免责声明

长城证券股份有限公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究院，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

长城证券版权所有并保留一切权利。

长城证券投资评级说明**公司评级：**

买入——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅 15% 以上
增持——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 5%~15% 之间
持有——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 -5%~5% 之间
卖出——预期未来 6 个月内股价相对行业指数跌幅 5% 以上

行业评级：

强于大市——预期未来 6 个月内行业整体表现战胜市场；
中性——预期未来 6 个月内行业整体表现与市场同步；
弱于大市——预期未来 6 个月内行业整体表现弱于市场。

长城证券研究院

深圳办公地址：深圳市福田区福田街道金田路 2026 号能源大厦南塔楼 16 层

邮编：518033 传真：86-755-83516207

北京办公地址：北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 8 层

邮编：100044 传真：86-10-88366686

上海办公地址：上海市浦东新区世博馆路 200 号 A 座 8 层

邮编：200126 传真：021-31829681

网址：<http://www.cgws.com>